

CRUCIALITÀ DELLA FINANZA NEGLI START-UP DELLA NUOVA ECONOMIA

DI CLAUDIO DEMATTÉ



Osservando giorno dopo giorno quanta poca attenzione e quanto poco impegno le nostre imprese riservino allo sfruttamento delle grandi potenzialità insite nell'insieme delle nuove tecnologie Internet verrebbe da ritornare al punto di partenza della serie di editoriali dedicati a questo tema per spiegare ancora una volta e meglio, con più argomenti e con più forza, perché perdere questo appuntamento è pericoloso e perché coglierlo è importante per le imprese, per le persone e per il paese. L'aspetto che sfugge ai più è che Internet non è semplicemente un mezzo per fare commercio o conversazioni on line, ma è uno strumento sempre più potente per configurare in modo più efficiente e più ricco i complessi rapporti che intercorrono all'interno delle imprese, fra impresa e impresa e fra le imprese (e le istituzioni) e i consumatori (o i cittadini). Il formarsi di una infrastruttura di comunicazione sempre più potente e a costi continuamente decrescenti apre orizzonti nuovi all'organizzazione delle relazioni che costituiscono il tessuto connettivo dell'impresa, del sistema economico e della società. Orizzonti nuovi che aprono la via a nuove attività e a profonde trasformazioni nell'organizzazione delle attività umane. L'espressione "nuova economia" che viene usata a tale riguardo vuole

richiamare l'attenzione sui processi nuovi per realizzare le attività tradizionali, con forti guadagni di qualità e di produttività, oltre che sulle nuove attività.

Ma ritornare sul tema, ancorché possa essere utile, va a scapito del bisogno impellente di approfondirne i diversi aspetti.

In questo editoriale l'attenzione è dedicata al ruolo cruciale della finanza negli start-up della nuova economia, approfondendo una questione già affrontata nel numero precedente. L'importanza di questo aspetto era stata oscurata dalla anomala iniziale euforia dei mercati finanziari, quando sembrava che l'acquisizione dei fondi non fosse affatto un problema, con i venture capitalist e gli investitori privati in fila per trovare sbocco alle loro disponibilità. La caduta dei corsi dei titoli della nuova economia e la susseguente difficoltà di portare sul mercato azionario le nuove imprese hanno raffreddato gli animi e restituito alla finanza

il posto che le compete: quello di risorsa essenziale per l'avvio e la maturazione delle nuove iniziative.

Perché la finanza è cruciale

Nell'editoriale precedente ho già spiegato alcune ragioni che conferiscono grande importanza alla finanza per le nuove iniziative nell'e-business. Avevo chiarito come gli alti tassi di crescita tipici di queste attività e la necessità di

**LA CADUTA DEI TITOLI
DELLA NUOVA ECONOMIA
E LA DIFFICOLTÀ
DI PORTARE LE NUOVE
IMPRESE SUL MERCATO
AZIONARIO
HANNO RESTITUITO
ALLA FINANZA IL POSTO
CHE LE COMPETEVA**

presenza globale rendessero molto improbabile l'autofinanziamento (con le risorse dei promotori o con i fondi generati dalla gestione), con conseguente forte bisogno di finanziamento esterno.

È ora il momento di approfondire il problema nei suoi aspetti sia quantitativi (ammontare del fabbisogno) sia qualitativi (livello di rischio associato ai flussi e quindi strumenti e istituzioni finanziarie a cui ricorrere).

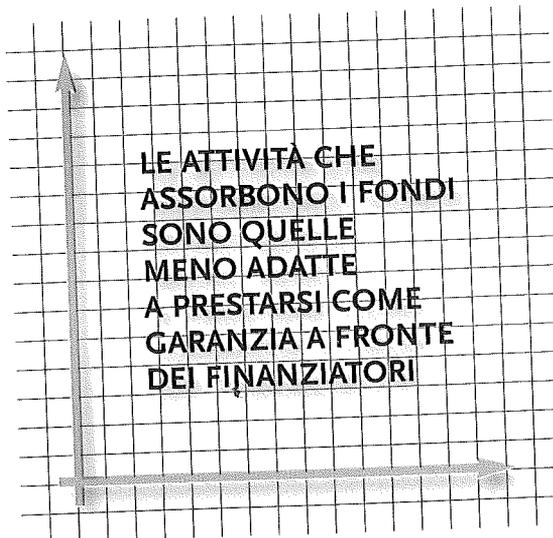
Sul piano quantitativo, anche se è difficile generalizzare, è provato che molte di queste iniziative sono caratterizzate da flussi di uscita superiori a quelli di entrata per periodi spesso prolungati, con l'aggiunta di forti elementi di incertezza sul periodo di payback. Non di rado queste nuove iniziative hanno un profilo di investimenti e di costi che nella migliore delle ipotesi rispetta i piani, ma più sovente li peggiora; mentre i flussi dei ricavi sono altamente incerti nel loro livello e ancor di più per quanto riguarda la loro manifestazione temporale. Cicli di cash flow negativi di tre-cinque anni sono la regola più che l'eccezione.

Sovente questi cicli finanziari negativi vengono prolungati perché, quando l'attività iniziale potrebbe produrre flussi di cassa positivi, ne viene avviata una nuova (vedasi Amazon) che ripropone il problema. E questa nuova attività viene vista come essenziale per rafforzare e consolidare le posizioni di mercato capitalizzando la base di clientela, la piattaforma tecnologica o il brand.

Questi prolungati cicli finanziari negativi vengono spesso ampliati nei valori e protratti nel tempo da "guerre" di posizionamento di marca che

assorbono imponenti budget di pubblicità secondo una regola che vige in questo campo per la quale gli investimenti in brand building sono tre volte superiori a quelli per l'approntamento della piattaforma tecnologica e operativa.

Quanto detto basta per affermare che i fabbisogni finanziari in molte di queste nuove iniziative sono elevati ma anche



difficili da prevedere, con tutto quello che ne consegue per la politica di approvvigionamento finanziario. Con un'analogia si potrebbe dire che quando parte una nuova impresa in questi settori è come un viaggio di lunghezza e durata incerta in un territorio nel quale i rifornimenti non sempre sono possibili, motivo per cui occorre predisporre l'approvvigionamento prima di partire. Ciò che rende la finanza particolarmente importante in viaggi di questo tipo è che le attività che assorbono i fondi sono quelle meno adatte a prestarsi come garanzia a fronte dei finanziatori. Le risorse sono infatti assorbite non tanto in immobili, in scorte o in crediti, ma sono a fronte di prestazioni per lo sviluppo del software, per la costruzione di piattaforme tecnologiche, per attività di

ricerca, oppure per investimenti di pubblicità. In breve, si traducono nella predisposizione di beni intangibili, spesso anche di difficile valutazione, dove al finanziatore esterno è pressoché impossibile distinguere se le spese relative hanno dato luogo alla formazione di valore, oppure semplicemente a uscite senza risultati. L'asimmetria informativa fra chi opera

all'interno dell'impresa e chi deve finanziarla dall'esterno è elevata. Ed elevata è anche la possibilità di comportamenti di "azzardo morale" da parte di chi guida la nuova iniziativa. Per tutte queste ragioni è oggettivamente troppo pretendere che l'apporto finanziario provenga da banche commerciali con lo strumento del prestito perché questo livello di rischio esula dalla loro vocazione e dalla loro missione istituzionale. Le attività nelle quali i fondi dovrebbero essere impiegati sono troppo incerte.

Non vanno a finanziare l'acquisto o la costruzione di un immobile, né di macchinari visibili e ipotecabili e nemmeno di crediti e scorte. Tutto ciò comporta una gestione finanziaria "speciale" in grado di mobilitare nei tempi e nelle sequenze giuste risorse diverse da quelle tradizionali. Il fatto che un'idea imprenditoriale sia valida, ben architettata e anche ben realizzata è necessario ma non sufficiente per garantire che essa possa andare in porto né che automaticamente ottenga le risorse finanziarie di cui ha bisogno. Se nella fase del ciclo di cassa negativo vengono meno i finanziamenti perché cade la fiducia del mercato finanziario verso l'impresa, il progetto imprenditoriale rischia di abortire per mera carenza di risorse. Per completare il quadro va tenuto

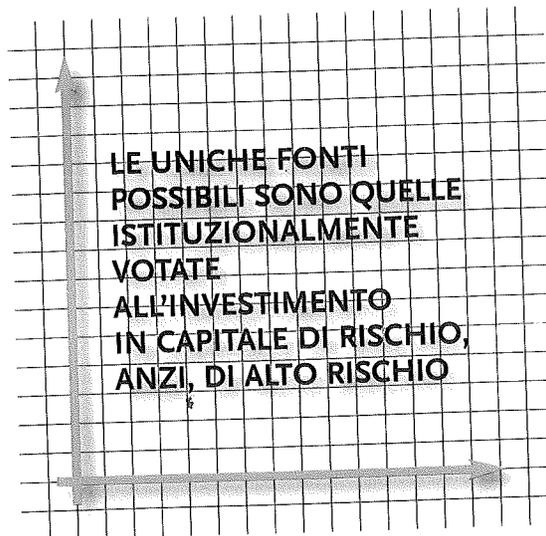
conto anche degli investimenti per l'apertura di sedi all'estero che in molte di queste attività non sono un'opzione, ma un passo obbligato, dal momento che i mercati relativi sono globali. Queste aperture mai riescono a raggiungere il break-even perfino nel caso di imprese che approdano sui mercati esteri con prodotti che hanno avuto successo nel proprio mercato: a maggior ragione rappresentano un disavanzo finanziario netto nel caso degli start-up. Anche a fronte di questo tipo di attività nell'attivo dello stato patrimoniale si forma una posta immateriale il cui vero valore sarà chiaro solo più avanti nel tempo.

Come disegnare una strategia finanziaria di accompagnamento degli start-up

Quanto fin qui detto lascia intendere che non è possibile avviare una nuova impresa senza stimare con grande attenzione i mezzi finanziari necessari e senza impostare una strategia per reperire tali mezzi, dato che non si può contare, se non marginalmente, sulle banche. La natura delle attività e il livello elevato di rischio non lasciano molte alternative: le uniche fonti possibili sono quelle istituzionalmente votate all'investimento in capitale di rischio, anzi, di alto rischio: quindi gli "angels", i venture capitalist e i fondi pensione, e solo quando l'impresa ha dato certe prove di affidabilità, il mercato azionario. Anche il finanziamento con capitale obbligazionario è precluso, almeno fino a quando la nuova impresa non abbia raggiunto certe dimensioni, una certa struttura patrimoniale, certi risultati; in breve, fino a quando essa

non presenti un livello di rischio compatibile con il ricorso a tale forma di finanziamento.

Nell'impostare la strategia finanziaria occorre tenere presente, inoltre, che a mano a mano che l'idea imprenditoriale prende corpo, il valore dell'impresa lievita. Dovendo raccogliere i fondi nella forma di capitale di rischio è difficile e anche



poco conveniente farlo con una sola emissione di capitale: programmare più "round" di aumenti di capitale con collocamento privato è giocoforza prima di accedere al mercato azionario. La programmazione di più round di aumento del capitale di rischio risponde a due esigenze: 1. quella di chiedere il capitale a stadi, via via che si consolidano i risultati di ciascun ciclo; 2. minimizzare una diluizione della quota controllata dal promotore. Il diluire la richiesta su round deriva dal processo attraverso il quale prende corpo una nuova iniziativa, particolarmente in aree di attività nuove, con utilizzo di tecnologie spesso non assestate e con prodotti o servizi indirizzati a soddisfare bisogni latenti e sconosciuti nella loro reazione all'offerta che viene loro indirizzata. Proprio per la grande incertezza

che circonda la nuova idea imprenditoriale, pochi investitori sono disponibili a impegnarsi fin dall'inizio per l'intero fabbisogno finanziario richiesto dalla nuova impresa. Preferiscono scommettere una somma più limitata in attesa di verificare la validità dell'idea imprenditoriale via via che essa matura.

Certe ricerche mettono in dubbio la razionalità di questo comportamento posto che, una volta finanziato il primo stadio, l'investitore è comunque vincolato a seguire l'impresa se questa non trova alternative, pena la perdita integrale di quanto già investito. Rimane tuttavia nella mente dell'investitore la percezione di ridurre il rischio o di controllare meglio l'evoluzione con questa tecnica di intervento. Per questa ragione gli investitori, di fronte alla richiesta di un finanziamento per l'intero fabbisogno,

pretendono una quota maggiore dell'azienda rispetto alla articolazione del finanziamento a tappe. A dire il vero, l'esito effettivo finale dipende dall'evoluzione del progetto imprenditoriale: se esso si sviluppa secondo o meglio delle aspettative iniziali, vale quanto detto sopra. Nel caso in cui via via l'impresa prenda corpo e la realtà si palesi inferiore alle aspettative, allora per completare il progetto l'investitore chiederà quote maggiori. Quindi, quanto più l'imprenditore è convinto della validità della sua iniziativa, tanto più vorrà ricorrere a una sequenza di aumenti di capitale, certo di potere applicare via via sovrapprezzi maggiori schiarendosi anche ai terzi il valore sottostante. In questo modo egli minimizza la quota di azioni che deve cedere a terzi

per completare il progetto imprenditoriale. Il rovescio della medaglia è il rischio per l'imprenditore di rimanere in mezzo al guado nel caso di un'evoluzione negativa.

Il fatto di ricorrere a una sequenza di aumenti di capitale da collocare presso terzi impone all'imprenditore un sentiero di comportamenti e di azioni e una rigorosa gestione del processo.

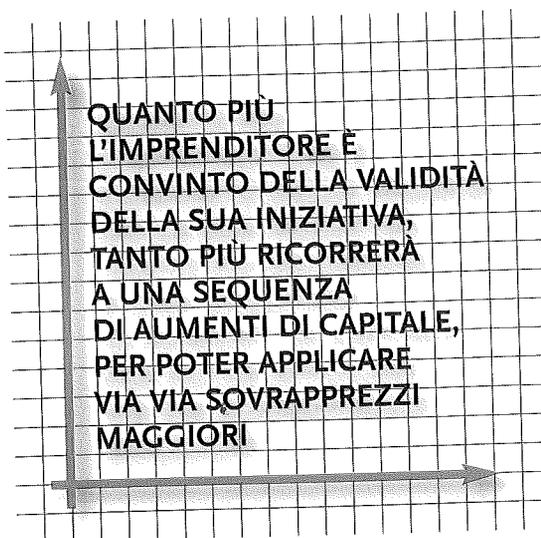
Molte di queste iniziative – in particolare quelle rivolte al mercato di massa, per le quali occorre prevedere massicci investimenti pubblicitari e di comunicazione – abbisognano di finanza con cadenze che non possono essere interrotte o troppo rallentate salvo correre il rischio di vanificare lo sforzo già fatto.

Per questo motivo non appena completato un round di finanziamento occorre già porsi all'opera per organizzare il successivo con una rigorosa e pianificata politica.

Va anche rilevato che l'asimmetria informativa che caratterizza queste nuove iniziative assegna un ruolo centrale alla comunicazione che deve instaurarsi con il finanziatore. Quanto più e meglio traspare il valore oggettivo dell'idea imprenditoriale, tanto maggiore è il beneficio per l'imprenditore. La gestione finanziaria non è semplicemente programmazione accurata dei fabbisogni, non è soltanto ricerca intelligente delle migliori fonti di finanziamento e non è solo buona capacità negoziale. È anche capacità di far comprendere il valore del progetto imprenditoriale. Viene da dire che anche raccogliere capitali è un'attività di vendita, e se si è più scaltri dell'investitore è possibile lucrare sul vendere a maggior prezzo quote che valgono meno.

Nel finanziamento scadenzato vi è

tuttavia un limite naturale a questa possibilità di "barare": nel caso si debba ricorrere ripetutamente alle fonti finanziarie niente è così deleterio come il divario negativo fra aspettative generate e risultati che via via si conseguono. Per questa ragione, mentre è sempre buona prassi negoziare con energia le condizioni occorre evitare il gioco perverso delle



aspettative gonfiate, che prima o poi si ritorce con effetto boomerang su chi lo pratica.

Finora si è parlato delle modalità di raccolta del capitale di rischio attraverso gli istituti finanziari specializzati nell'impiego di nuove iniziative. Quando si può ed è opportuno ricorrere al mercato originario attraverso un'offerta di azioni al pubblico (IPO - Initial Public Offering)?

Anche questa è una scelta delicata che va pianificata attentamente se non si vuole bruciare un'occasione che – a differenza dei round di collocamento azionario presso gli investitori specializzati – non può ripetersi con frequenza. Nello scegliere il momento soccorrono le banche che organizzano il collocamento. Ma alcuni principi devono essere di guida.

La prima regola è che un collocamento sul mercato si rivolge anche al pubblico dei risparmiatori: costoro hanno una propensione al rischio e una capacità di valutarlo inferiori a quelle degli investitori specializzati. Indirizzare a loro dei collocamenti di capitale che ancora contengono eccessivi livelli di rischio è controproducente: è come indirizzare un prodotto pensato per

un cliente a un cliente diverso. Il minimo che può accadere è una cattiva accoglienza dell'offerta. Ma anche se il collocamento iniziale dovesse sortire effetti insperati, il problema viene dopo, nel momento in cui il risparmiatore si trova di fronte a un titolo ad alta volatilità e lo abbandona. La disattenzione deprime i corsi e compromette le possibilità di un nuovo ricorso al mercato. Un collocamento prematuro è un errore doppio: per quanto detto e perché se avviene

quando il progetto imprenditoriale ha davanti a sé ancora forti fabbisogni finanziari può prospettarsi il rischio di non potere accedere di nuovo al mercato, ma di avere precluso anche l'intervento dei venture capital che difficilmente entrano dopo il collocamento.

Il ricorso al mercato azionario deve avvenire nel momento giusto, non solo rispetto al grado di maturazione dell'impresa e al livello di rischio che grava sulle sue azioni. Occorre anche tenere presente che l'essere sul mercato comporta una serie di impegni di trasparenza e di comunicazione istituzionale – ma non solo – per rispettare i quali occorre un ben collaudato sistema di rilevazione contabile e solida professionalità. La pressione che l'assolvimento di queste funzioni comporta – anche

se utile per "forzare" il rigore della gestione – non può essere sottovalutato. Se l'impresa è ancora in una fase di costruzione nella quale la formula imprenditoriale non è ancora assestata e i sistemi operativi non sono ben collaudati, il passaggio alla quotazione con i relativi impegni di trasparenza e di comunicazione possono risultare insopportabili.

La scelta del tempo del ricorso al mercato è dunque una variabile chiave della strategia finanziaria. È del tutto ragionevole che in tale scelta giochino anche le considerazioni sullo stato del mercato azionario: un collocamento fatto in un momento particolarmente favorevole consente una maggiore raccolta di fondi con la stessa quota di azioni cedute. Ma questa considerazione non può trascurare altri aspetti importanti, incluso il bisogno di costruire un'immagine e un rapporto con il mercato che fidelizzino gli azionisti e preparino la strada a eventuali futuri aumenti di capitale.

Nel progettare il ricorso al mercato azionario, e quindi anche nella scelta dei tempi, occorre tenere presente che le azioni, una volta quotate, sono "acquisition currency", equivalenti alla

moneta. Se l'impresa, per crescere e trovare la massa critica e la dimensione ottimale, ha bisogno di fare acquisizioni, può realizzare l'obiettivo ricorrendo all'emissione di nuove azioni in cambio della società acquisita. Un andamento dei titoli sostenuto è di grande aiuto per effettuare queste operazioni con il minimo di diluizione del controllo. Ma niente è così



controproducente in borsa come il gonfiare le attese perché la delusione successiva – quando i risultati renderanno evidente il divario fra quanto fatto intendere e quanto è reale – può emarginare un titolo, bloccando per lunghi periodi nuovi ricorsi al mercato. Il caso di World-on-line è emblematico a tale riguardo: è bastato

che il mercato scoprisse un difetto di comunicazione e di comportamento (con una vendita di azioni "coperte" da parte del vertice) per provocare il crollo del titolo dai 43 euro per azione di quotazione ai 12 euro, seguito dalla rivolta degli investitori e da cause alla società e agli istituti finanziari che hanno realizzato il collocamento. Da quanto detto fin qui dovrebbe essere

chiaro che la gestione finanziaria di uno start-up in queste attività della nuova economia richiede una professionalità di prim'ordine. Occorre infatti trovare il giusto equilibrio e i giusti strumenti per "vendere" alle varie tipologie di investitori l'idea imprenditoriale via via che essa matura, mediando fra il giusto obiettivo di minimizzare la diluizione (che indurrebbe a spingere il più alto possibile i valori) e quello di costruire un'immagine di solidità e di crescita fra gli investitori

per mantenere sempre aperta la possibilità di ricorrere ad essi per gli sviluppi futuri. Come già rilevato, in questo sottile gioco un ruolo importante è svolto dalla comunicazione, sia prima sia dopo la quotazione. Dopo, il sentiero lungo il quale essa si muove è ancora più stretto dovendo ottemperare alle norme previste per le società quotate.